

启明星辰 (002439)

启明星辰携手中国移动的未来成长四象限 买入 (维持)

2023年04月24日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,437	5,833	7,575	9,712
同比	1%	31%	30%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	626	927	1,242	1,641
同比	-27%	48%	34%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.66	0.97	1.30	1.72
P/E (现价&最新股本摊薄)	54.32	36.70	27.39	20.72

关键词: #实控人变化 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **中移动控股在即, 网安领军企业迎来新增长极:** 2022年6月, 公司与中移资本签署《投资合作协议》, 计划以14.55元/股向中移资本定向增发股票, 发行完成后中移资本将直接持有公司22.99%股份, 控股股东变更为中移资本, 实际控制人将变更为中国移动集团。我们认为, 中国移动控股不仅意味着启明星辰将从民企变为央企, 资源和背景进一步加强; 也将为启明星辰带来新的增长极, 包括中国移动提供的新通道和新兴业务的加持。
- **我们从启明星辰未来增长的四象限来刻画未来公司的新增长极:**
 - **第一象限: 坚实的基本盘。** 启明星辰的安全网关、网闸、日志审计、数据安全、运维安全审计等多项经典产品连续多年国内市占率保持第一, 以安全产品和服务为主的经典通道业务常年保持15%左右以上的稳健增长, 拥有一批忠实的政企客户, 未来发展拥有坚实的基本盘。
 - **第二象限: 中移合作带来经典业务增长新通道。** 近年来公司在移动总部集采入围的产品主要是WAF硬件、漏洞扫描等, 总体占比不高, 加强合作后, 未来中移的专线业务、省级电子政务业务中均有望纳入启明星辰的安全能力, 为公司经典业务拓宽营销渠道、降低营销费用。未来启明星辰将持续赋能中移动专线安全和电子政务安全。
 - **第三象限: 携手移动走向涉云安全。** 启明星辰将赋能中移动DICT业务安全能力。2022年中国移动继续强化“网+云+DICT”一体化拓展, 2022年政企市场收入保持快速增长, 达到人民币1,682亿元。当前中国移动的DICT业务主要依靠生态伙伴提供, 启明星辰加入后将赋能DICT业务安全, 借助中国移动在国资云布局输出云安全产品服务。
 - **第四象限: 战略布局新安全。** 公司在云安全、数据安全、工业互联网安全、车联网安全、算力网络安全等新兴业务板块长远布局, 成效显著。2022年公司新业务板块实现业务收入18.82亿元, 占公司全年营业收入的42.42%, 达到历史新高, 未来战略新业务将成为支撑网络安全市场规模扩容并高速增长的新板块。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计2023-2025年启明星辰归母净利润为9.27/12.42/16.41亿元, 同比增长48%、34%、32%, 考虑公司将持续加大研发投入, 我们将公司2023-2024年EPS由1.43/1.74元下调至0.97/1.30元, 预计2025年EPS为1.72元。我们看好公司战略新兴业务布局卓有成效, 中国移动控股合作进展顺利, 未来有望持续助力公司在业务深度和渠道拓展方面高速增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 合作进展不及预期, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.70
一年最低/最高价	15.66/37.77
市净率(倍)	4.60
流通 A 股市值(百万元)	25,861.53
总市值(百万元)	34,007.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.76
资产负债率(% ,LF)	25.91
总股本(百万股)	952.60
流通 A 股(百万股)	724.41

相关研究

《启明星辰(002439): 疫情影响业绩短期承压, 中移控股未来可期》

2022-08-15

《启明星辰(002439): 2021 年年报点评: 业绩符合市场预期, 战略新业务快速增长》

2022-04-08

内容目录

1. 启明星辰：再出发	4
2. 第一象限：坚实的基本盘	5
3. 第二象限：中移合作带来经典业务增长新通道	6
4. 第三象限：携手移动走向涉云安全	7
5. 第四象限：战略布局新安全	9
6. 盈利预测与投资评级	11
7. 风险提示	12

图表目录

图 1: 启明星辰与中国移动未来三年合作目标	4
图 2: 公司增长的四象限	4
图 3: 启明星辰多项产品服务市占率国内领先	5
图 4: 2019-2021 启明星辰安全产品收入及增速	6
图 5: 2019-2021 启明星辰安全运营与服务收入及增速	6
图 6: 启明星辰与中国移动在产品和销售方面深度融合	7
图 7: 启明星辰经典通道与中国移动新通道	7
图 8: 2020-2022 年移动云业务收入及增速	8
图 9: 启明星辰与中国移动共建安全运营服务中心	9
图 10: 启明星辰数据安全体系框架	10
图 11: 启明星辰云安全业务	10
图 12: 启明星辰工业数字化安全	11
表 1: 启明星辰和中国移动合作情况	9

1. 启明星辰：再出发

启明星辰一直是网络安全厂商中的“老大哥”，以稳健的经营风格、高于行业的现金流水平著称。2022年6月，公司与中移资本签署《投资合作协议》，计划以14.55元/股向中移资本定向增发股票，发行完成后中移资本将直接持有公司22.99%股份，控股股东变更为中移资本，实际控制人将变更为中国移动集团，未来公司将依托中国移动集团雄厚的品牌实力、强大的技术能力和广阔的销售网络，在未来发展中获得品牌、资金、创新场景、技术、渠道等全方面的支持和保障。

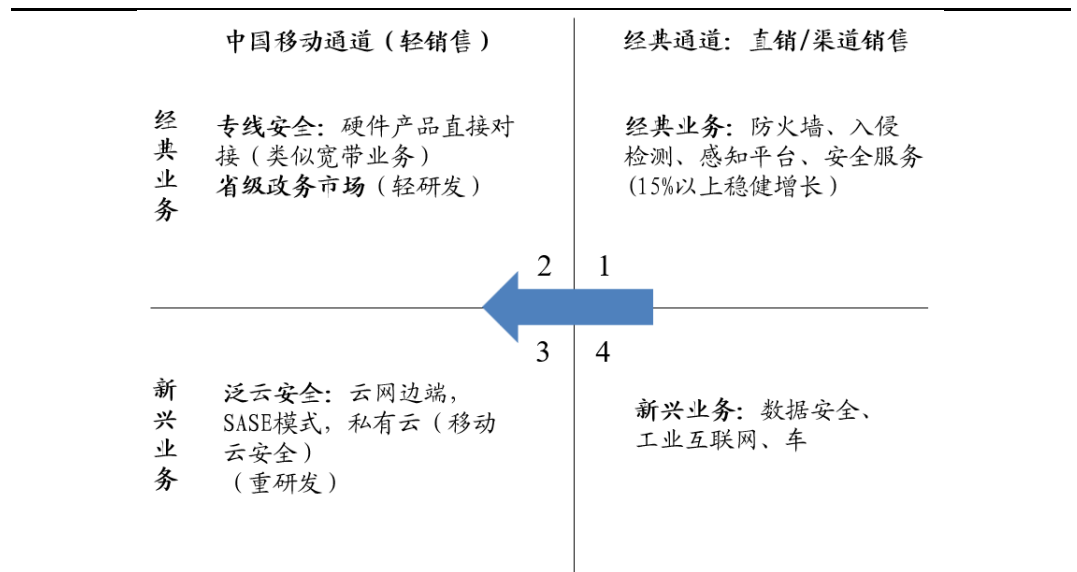
图1：启明星辰与中国移动未来三年合作目标



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

我们认为，中国移动控股不仅意味着启明星辰将从民企变为央企，资源和背景进一步加强；也将为启明星辰带来新的增长极，包括中国移动提供的新通道和新兴业务的加持。

图2：公司增长的四象限



数据来源：东吴证券研究所绘制

2. 第一象限：坚实的基本盘

经典业务市占率国内领先。公司已经形成以网络安全防护、网络安全监测、应用安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全为主的七大板块，其中经典业务板块市占率全国领先。根据 IDC 的数据，启明星辰的安全网关、网闸、日志审计、数据安全、运维安全审计等多项产品连续多年国内市占率保持第一。公司已经成为中国政企客户在网络安全产品、可信安全管理平台、安全运营与服务、安全解决方案的首选提供商。

图3：启明星辰多项产品服务市占率国内领先

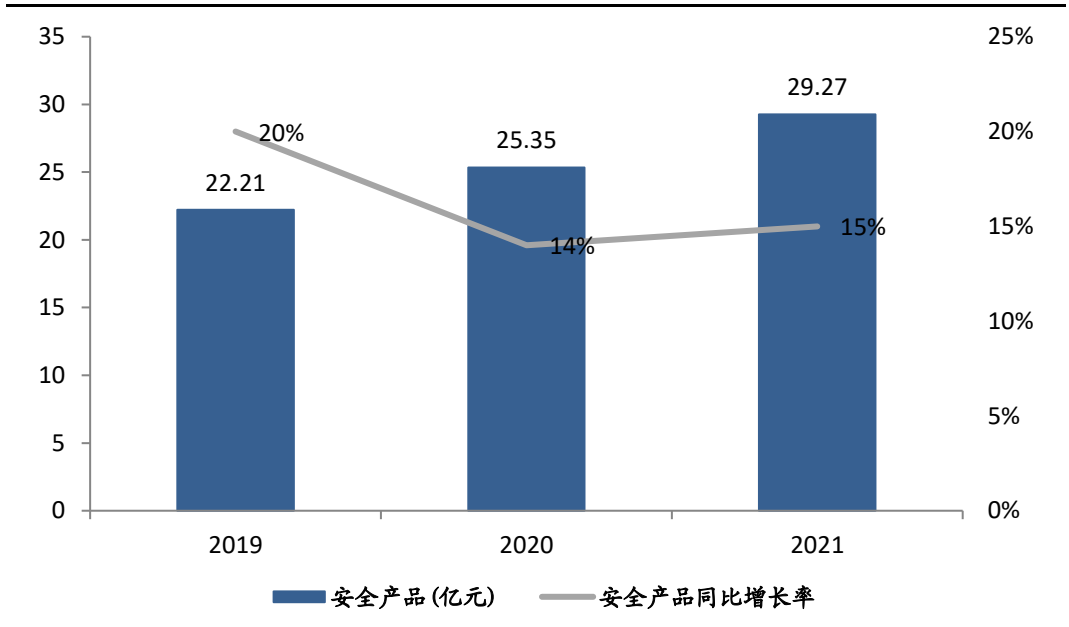
类别	产品	排名
数据安全	数据安全	2015年至今中国市场占有率持续第一
	数据库安全审计与防护	2014年至今中国市场占有率持续第一
	运维安全审计	2016年至今中国市场占有率持续第一
	数据安全基础设施管理平台	2021年入围Gartner亚太特权管理魔力象限 获《IDC TechScope: 中国数据安全技术发展路线图, 2022》数据安全基础设施管理平台推荐厂商
	数据安全服务	获《IDC Perspective: 中国数据安全服务市场洞察, 2022》数据安全服务推荐厂商
零信任	零信任网络访问解决方案	获《IDC MarketScope: 中国零信任网络访问解决方案》中国零信任网络访问解决方案厂商评估领导者
安全运营	托管安全服务	2019年起市场占有率持续第一
物联网安全	视频物联安全	2021年至今中国市场占有率持续第一
	视频物联边界安全	2021年至今中国市场占有率持续第一
工控安全	工业防火墙	2018年至今中国市场占有率持续第一
	工控IDS	2019年至今中国市场占有率持续第一
	工控网闸	2019年至今中国市场占有率持续第一
	工业态势感知	2020年至今中国市场占有率持续第一
	工控漏扫	2020年至今中国市场能力第一
应用安全	硬件Web应用防火墙	2017年入围Gartner WAF魔力象限 2018年至今大中华区及中国区市场排名第一
基础安全	安全管理平台	2008年起中国市场占有率第一 2017年国内首家入围Gartner SIEM魔力象限并连续多次入围
	日志审计	2019年至今中国市场占有率持续第一
	脆弱性扫描	2017年至今中国市场占有率持续第一
	安全网关	2007年至今中国市场占有率持续第一 自2016年起连续多次入围Gartner UTM魔力象限
	网闸	2013年至今斩获中国市场占有率持续第一
	IDS/IPS	2002年至今中国市场占有率持续第一 自2016年起连续多次入围Gartner IDPS魔力象限

数据来源：Wind，东吴证券研究所

以安全产品和服务为主的经典通道业务增速为 15%左右以上。在外部环境不确定和疫情反复时期，公司依托经典业务，积极布局新兴业务，加强销售和应收账款管理，实现稳定健康的收入增长和领先的盈利水平，除了 2022 年受疫情影响较大以外，

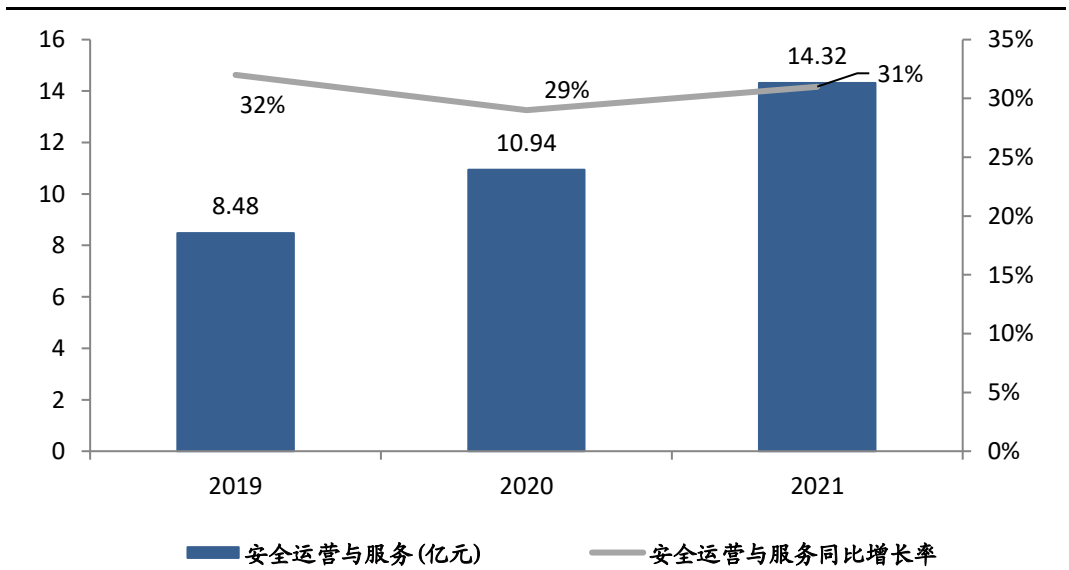
公司历史上经典业务每年都保持 15% 左右以上的稳健增速。

图4: 2019-2021 启明星辰安全产品收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2019-2021 启明星辰安全运营与服务收入及增速



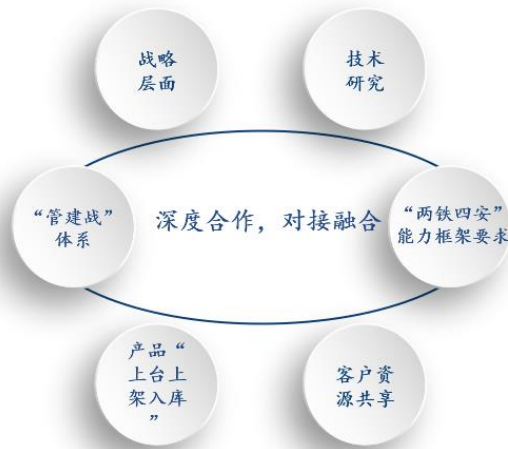
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 第二象限: 中移合作带来经典业务增长新通道

在经典业务方面, 中移的内采外销能够促进启明星辰拓宽市场、延伸能力。从近年来公司在移动总部集采入围的情况来看, 公司中标的仅有 WAF 硬件、漏洞扫描、信息软件开发与集成服务项目, 在总体占比不高, 未来还有比较大的提升空间。例如中移的专线业务 (利用自有传输网络资源, 为集团客户提供接入或数据传送业务, 实现集团客户专享各种高质量的通信服务和信息化服务) 较为成熟, 而启明星辰此前一直

缺乏该部分渠道，我们预计未来该项业务中的安全服务将由启明星辰负责，公司为中国移动用户提供专线安全设备，使得公司的低端硬件产品各省延伸。

图6：启明星辰与中国移动在产品和销售方面深度融合



数据来源：Wind，东吴证券研究所绘制

此外，启明星辰也有望承接中国移动的省级电子政务业务安全部分，为公司经典业务拓宽营销渠道、降低营销费用，并且和中国移动一起拓展更多省级电子政务市场。公司和中国移动已经携手在西北、东北、华北、西南等区域落地数字政府、电子政务、医疗系统、道路交通等多个项目。

目前启明星辰 32 项安全能力已经纳入中国移动智慧中台，覆盖业务安全、数据安全、终端安全、应用安全、基础安全等领域。首批 8 类安全能力纳入中国移动核心能力及自主产品清单。未来启明星辰将持续赋能中移动专线安全和电子政务安全。

图7：启明星辰经典通道与中国移动新通道



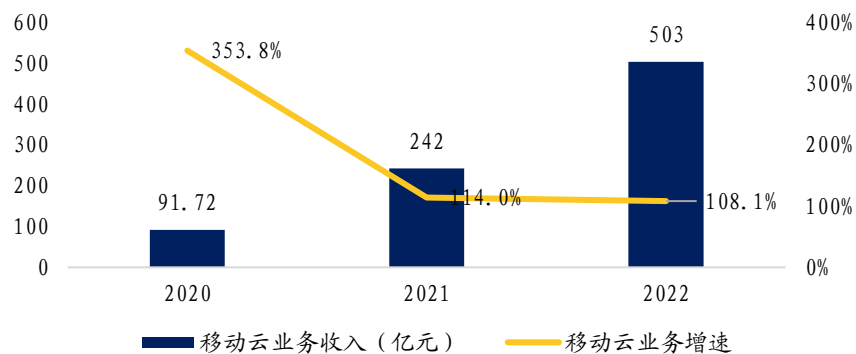
数据来源：Wind，东吴证券研究所绘制

4. 第三象限：携手移动走向涉云安全

启明星辰赋能中移动 DICT 业务安全能力。DICT（IDC、ICT、移动云及其他政企应用及信息服务）业务已经是中国移动的重要增长极，2022 年中国移动继续强化“网+云+DICT”一体化拓展，2022 年政企市场收入保持快速增长，达到人民币 1,682 亿元，同比增长 22.6%，其中移动云收入达到人民币 503 亿元，同比增长 108.1%。然而，当前中国移动的 DICT 业务中安全业务占比仍然很低，并且自身不具备安全能力，主要依靠生态伙伴提供。启明星辰加入将充分为中移动赋能安全能力。

启明星辰将借助中国移动在国资云布局输出云安全产品服务。公司正在和中国移动具体展开对接，将公司的云安全能力与中国移动的算力网络战略和快速成长的移动云业务相结合，未来将有望为移动提供云安全的技术支持并参与分成。

图8：2020-2022 年移动云业务收入及增速

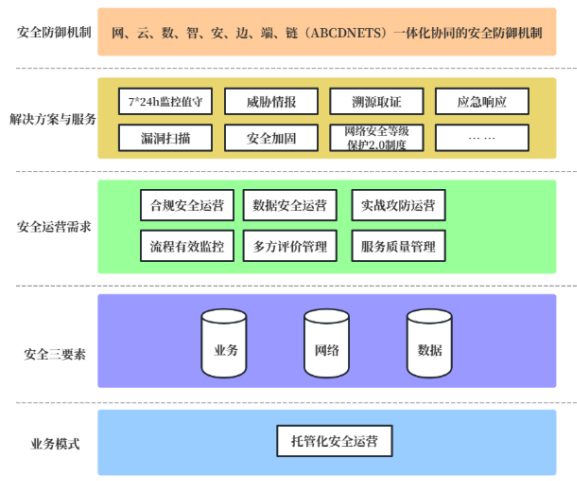


数据来源：CWW research，东吴证券研究所

和中国移动共同推动零信任落地：启明星辰基于中国移动超级 SIM 卡，叠加启明星辰软件定义安全（SECaaS）模式、按需加载多样化安全能力，推出超级 SIM 安全网关，提高安全门槛基线同时也大大降低零信任落地的管理成本和工程化实施的复杂度，并已在实际业务场景中部署使用。

公司将充分发挥中国移动覆盖全国城市的运营资源优势，未来三年合作运营中心数量达到 50 个以上。未来安全运营中心将与中国移动的国资云和政务云平台深度融合，并且更加关注云平台运营过程中的数据安全。基于安全运营中心，启明星辰未来将能够实现每年稳定的运营收入，并拓展云安全和数据安全能力的应用。据协议规定，未来 3 年，双方力争合作城市安全运营中心数量达到 50 个以上。目前启明星辰已经和中国移动多个省级公司签署战略合作协议，实现总部-省-市三级全面对接。

图9: 启明星辰与中国移动共建安全运营服务中心



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

表1: 启明星辰和中国移动合作情况

时间	合作对象	事件
9.16	山东移动	签署首个省级战略协议, 融合拓展安全业务
9.21	南京移动	签署战略协议, 携手并进深化业务合作
9.26	烟台移动	签署战略协议, 全面提升战略合作关系
9.29	江苏移动	达成战略合作, 推进战略协同全面发展
9.30	杭州移动	签署战略协议, 全方位纵深推进杭州数字化改革
10.14	连云港移动	签署战略协议携手共筑数字安全防线
11.04	中国移动	深化协同, 共同拓展行业视频安全市场
11.07	湘西移动	签署战略协议, 加速推进业务融合协同发展
11.10	广州移动	签署战略协议, 共建共享深化多频协同
11.18	抚顺移动	签署战略协议, 深化业务合作及生态共建
11.23	扬州移动	签署战略协议, 共筑扬州全业务场景安全底座
12.02	镇江移动	签署战略协议, 共探网络安全业务发展新机遇
1.14	北京移动	签署战略协议, 共同深化业务生态合作
2.28	宁夏移动	签署战略协议, 携手推动东数西算加速发展
3.03	泰州移动	签署战略协议, 高质量推进业务协同增效
3.10	盐城移动	签署战略合作协议, 共绘信息安全行业全景视图
3.16	中国移动	启明星辰中标中移信息软件开发与集成服务项目
3.17	张家界移动	签署战略合作, 共筑可信可控数字安全屏障

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 第四象限: 战略布局新安全

新兴业务快速成长, 板块规模持续扩张。公司在新兴业务板块长远布局, 成效显

著。2022 年公司新业务板块（涉 云安全、数据安全 2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营）实现业务收入 18.82 亿元，同比增长 21.13%，占公司全年营业收入的 42.42%，达到历史新高。新兴业务包括以下几个部分：

1) **数据绿洲安全体系** 已经与“算力和网络安全底座”、“业务安全需求”并轨，成为了满足客户三位一体安全需求的新体系和机制。启明星辰 2022 年初于杭州“DT”总部发布集团数据安全顶级战略“数据绿洲”，定义了基于对象安全的 1.0-数据安全单点技术能力，基于数据汇聚安全的 2.0-数据安全平台管控能力，及基于数据安全流通的 3.0-共享、开发要素化市场变现能力。

图10：启明星辰数据安全体系框架



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) **云安全**：公司围绕多种类云安全原子能力、云安全资源池和云安全管理平台，以及 SaaS 云安全服务的分层能力建设方面，构建了全方位的云安全能力体系。

图11：启明星辰云安全业务



数据来源：Wind，东吴证券研究所绘制

3) **工业互联网安全**: 公司持续推进工业互联网安全场景化落地, 开展基于 5G+工业互联网安全、工业互联网标识解析安全等方向的研究和实践, 成功入选工信部“5G+工业互联网”安全创新应用试点示范名单。

4) **托管安全**: 标准化运营中心服务日臻成熟, 在部分省市已经形成一定的规模效应, 公司 2021 年以 12.4% 的占有率持续领跑托管安全服务市场。

图12: 启明星辰工业数字化安全



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

目前, 启明星辰和中国移动双方正在联合共建“联创+”实验室, 在云安全、数据安全、工业互联网安全、车联网安全、算力网络安全五大安全领域加强网安技术与基础网络的融合, 形成合力布局新兴市场。

6. 盈利预测与投资评级

启明星辰基本盘稳健, 中国移动入股将带来新增长极。2022 年双方合作项目已经迈入落地实施阶段, 合作项目金额近 4 亿元, 同比增长超过 200%, 根据此前公告, 2023 年公司向中移动销售商品及提供劳务的合同签订金额上限为 15 亿元, 同比 2022 年的金额上限实现翻倍增长。

我们预计 2023-2025 年启明星辰归母净利润为 9.27/12.42/16.41 亿元, 同比增长 48%、34%、32%, 考虑公司将持续加大研发投入, 我们将公司 2023-2024 年 EPS 由 1.43/1.74 元下调至 0.97/1.30 元, 预计 2025 年 EPS 为 1.72 元。我们看好公司战略新兴业务布局卓有成效, 中国移动控股合作进展顺利, 未来有望持续助力公司在业务深度和渠道拓展方面高速增长, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

合作进展不及预期。和中移动合作进展受到多种因素影响，节奏可能不及预期。

行业竞争加剧。行业市场空间广阔，可能吸引更多公司参与行业竞争。

启明星辰三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,341	8,795	10,573	13,240	营业总收入	4,437	5,833	7,575	9,712
货币资金及交易性金融资产	2,794	3,338	3,473	3,930	营业成本(含金融类)	1,657	2,044	2,616	3,305
经营性应收款项	3,935	4,628	6,046	8,020	税金及附加	39	54	70	88
存货	448	587	759	933	销售费用	1,162	1,517	1,969	2,525
合同资产	37	56	78	92	管理费用	209	292	379	486
其他流动资产	127	185	217	265	研发费用	939	1,283	1,666	2,137
非流动资产	2,661	2,802	2,971	3,079	财务费用	-8	0	0	0
长期股权投资	222	268	307	354	加:其他收益	219	292	379	486
固定资产及使用权资产	708	795	907	971	投资净收益	87	58	76	97
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	20	0	0	0
无形资产	168	159	143	129	减值损失	-117	-7	-7	-7
商誉	704	704	704	704	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	30	30	30	30	营业利润	648	987	1,322	1,748
其他非流动资产	830	846	880	891	营业外净收支	-3	0	0	0
资产总计	10,002	11,597	13,545	16,319	利润总额	645	987	1,322	1,748
流动负债	2,455	3,123	3,827	4,959	减:所得税	19	59	79	105
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	627	928	1,243	1,643
经营性应付款项	1,173	1,478	1,772	2,324	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	190	325	395	468	归属母公司净利润	626	927	1,242	1,641
其他流动负债	1,092	1,319	1,661	2,167	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.97	1.30	1.72
非流动负债	137	137	137	137	EBIT	534	643	874	1,171
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	733	839	1,094	1,390
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.66	64.95	65.46	65.97
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	14.11	15.89	16.39	16.90
其他非流动负债	97	97	97	97	收入增长率(%)	1.16	31.46	29.86	28.21
负债合计	2,592	3,260	3,964	5,096	归母净利润增长率(%)	-27.33	48.02	33.99	32.16
归属母公司股东权益	7,391	8,318	9,560	11,201					
少数股东权益	19	20	21	23					
所有者权益合计	7,410	8,338	9,581	11,223					
负债和股东权益	10,002	11,597	13,545	16,319					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-11	823	448	686	每股净资产(元)	7.76	8.73	10.04	11.76
投资活动现金流	-252	-278	-313	-229	最新发行在外股份(百万股)	953	953	953	953
筹资活动现金流	253	0	0	0	ROIC(%)	7.29	7.64	9.13	10.55
现金净增加额	-7	545	135	457	ROE-摊薄(%)	8.47	11.14	12.99	14.65
折旧和摊销	199	195	220	218	资产负债率(%)	25.91	28.11	29.27	31.23
资本开支	-237	-247	-287	-238	P/E(现价&最新股本摊薄)	54.32	36.70	27.39	20.72
营运资本变动	-824	-417	-1,255	-1,544	P/B(现价)	4.60	4.09	3.56	3.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>